



NOTA CEMEC 08/2015

**INVESTIMENTO E RECESSÃO NA ECONOMIA
BRASILEIRA 2010-2015**



Outubro de 2015



FIPECAFI
Cultura Contábil, Atuarial e Financeira

O CEMEC não se responsabiliza pelo uso dessas informações para tomada de decisões de compra ou venda de quaisquer ativos ou quaisquer outras que possam causar danos ou prejuízo de qualquer natureza, aos usuários da informação.

As opiniões emitidas nesta publicação são de inteira e exclusiva responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Centro de Estudos de Mercado de Capitais, do IBMEC ou de qualquer de seus apoiadores. Todos os dados utilizados foram obtidos das fontes citadas e podem sofrer revisões. A publicação foi produzida com as informações existentes em outubro de 2015.

Dúvidas e Comentários:

cemec.ibmec@gmail.com

Equipe Técnica:

Diretor: Carlos Antônio Rocca

Superintendente Técnico: Lauro Modesto Santos Jr.

Analistas: Elaine Alves Pinheiro e Fernando M. Fumagalli

SUMÁRIO

Esta Nota CEMEC 08/2015 resume os principais resultados de vários trabalhos de pesquisa deste Centro de Estudos do IBMEC, em linha com as prioridades definidas pelo CSC – Conselho de Supervisão do CEMEC, com foco na evolução do investimento privado e seu financiamento.

A partir da constatação de que a queda de investimentos observada nos últimos anos se concentrou nas empresas não financeiras, o CEMEC buscou identificar os principais fatores desse desempenho, a partir de uma amostra constituída de todas as empresas não financeiras de capital aberto e das maiores empresas fechadas.

Os números revelam uma estreita correlação entre a redução dos investimentos e a queda de poupança e rentabilidade dessas empresas no período de 2010 a 2014, concentrados nos grupos de empresas afetadas por políticas públicas adotadas nesse período (Petrobras, Eletrobras, etanol) e da indústria de transformação. Em ambos os casos a análise mostrou que, por razões diferentes, essas empresas não conseguiram repassar para os preços de venda a totalidade dos aumentos dos custos de produção. Empresas afetadas por políticas públicas tiveram o maior impacto: queda de margens, distribuição de dividendos maiores que os lucros, redução de investimentos e aumento do endividamento.

O reajuste de preços administrados e a desvalorização cambial criam condições iniciais para a recuperação de margens e rentabilidade, processo esse ainda limitado também pela recessão. Desde que o equacionamento da crise política permita recuperar a condição de se executar política consistente de ajuste fiscal e retomada da confiança, tudo indica que o investimento privado em infraestrutura pode ser importante fator de recuperação do crescimento. Investimentos privados em infraestrutura não enfrentam problemas de insuficiência de demanda e poderiam atrair inclusive empresas e investidores estrangeiros, desde que sejam criadas as condições para viabilizar o modelo de “project finance”

INVESTIMENTO E RECESSÃO NA ECONOMIA BRASILEIRA 2010-2015

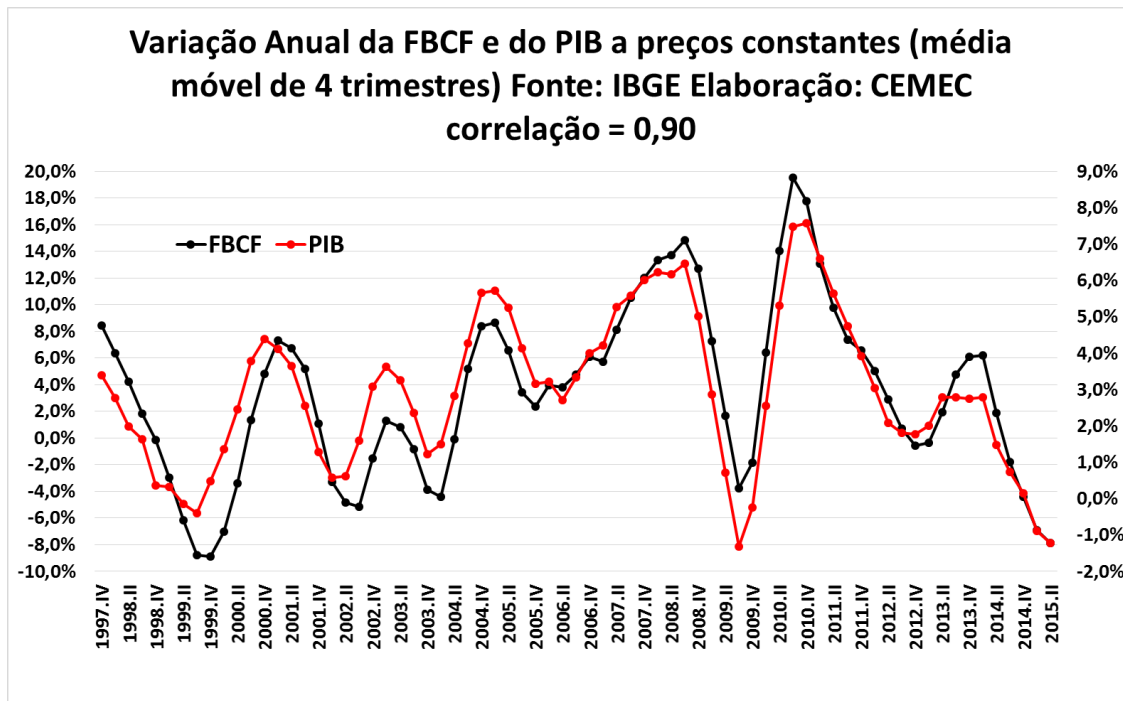
1. Queda do investimento é o principal fator da recessão

A intensidade do processo recessivo observado na economia brasileira em 2015 e a identificação dos fatores que de algum modo são responsáveis por esse movimento tem ocupado parcela considerável do debate econômico atual. Até o ajuste fiscal proposto pela área econômica do Governo tem sido apontado como uma das causas da queda do nível de atividade e do emprego, não obstante parcela considerável das medidas sugeridas não tenham sido aprovadas ou implementadas até o momento.

Certamente a reversão da tendência de crescimento dos preços de commodities, origem dos ganhos de relações de troca auferidos no período anterior, bem como a moderação do impacto do crédito ao consumo imposta pelo elevado endividamento das famílias tem gerado impactos negativos sobre o crescimento.

Entretanto, existem razões para acreditar que o principal fator de arrefecimento da economia e sua entrada em recessão resulta da forte queda dos investimentos, seja por seu efeito direto sobre a demanda seja pelo seu efeito multiplicador de renda, além de elevar o crescimento potencial da economia. O **Gráfico 01** mostra a evolução da taxa anual de crescimento da média móvel de quatro trimestres do investimento fixo, aqui representado pela formação bruta de capital fixo (em preto no eixo vertical da esquerda) e do PIB (em vermelho no eixo vertical da direita) do primeiro trimestre de 2005 ao segundo trimestre de 2015. A média móvel de quatro trimestres provavelmente permite captar o efeito direto do investimento fixo sobre a demanda e o seu efeito multiplicador de renda.

GRÁFICO 01



Principais observações:

- a. Como fica evidenciado no **Gráfico 01**, existe uma forte correlação (0,90) entre as taxas de crescimento anuais do investimento fixo e as do PIB no período de 1997 e 2015, muito embora o investimento fixo tenha representado apenas 20% do PIB em média nesse período; num modelo simples de regressão linear entre essas duas variáveis, a variação do investimento fixo “explica” mais de 80% da variação do PIB¹;
- b. É identificável uma tendência geral negativa desde o quarto trimestre de 2010, quando o investimento crescia a uma taxa anual de 19,5% e o PIB crescia a 7,5%a.a, até o segundo trimestre de 2015, com variações negativas de - 7,9% do investimento e -1% do PIB, após um movimento curto de alguma recuperação ao longo de 2013;

¹ Usando o mesmo critério, os demais componentes de demanda autônoma apresentam resultados muito inferiores, como é o caso de gastos do Governo (11,6%) exportações (19,4%), exportações líquidas (10,0%);

- c. Tudo indica que o ciclo recessivo ora em curso teve início no começo de 2014, quando as taxas anuais de crescimento do investimento e do PIB começam a cair acentuadamente: o investimento já apresenta variação negativa a partir do terceiro trimestre de 2014 (-1,8%), enquanto que o PIB começa a cair dois trimestres adiante, a partir do primeiro trimestre de 2015, com - 0,9% no primeiro trimestre de 2015, a partir dessas datas aprofunda-se a queda do investimento e do PIB;
- d. Esses resultados, que reforçam substancialmente a importância da queda dos investimentos na queda do PIB, estão em linha com o comunicado, do Comitê de Datação de Ciclos Econômicos do Instituto Brasileiro de Economia da FGV (IBRE), de 04 de agosto último, informando ter concluído que o processo recessivo atual teve início no segundo trimestre de 2014.

2. A queda do investimento ocorreu nas empresas não financeiras

Na **Tabela 02** são apresentadas as estimativas feitas pelo CEMEC² para a decomposição do investimento calculado pelo IBGE entre a administração pública, empresas financeiras e famílias, e empresas não financeiras. As estimativas sugerem que a totalidade da queda do investimento provem das empresas não financeiras, de vez que a pequena redução do investimento da administração pública (-0,2% do PIB) teria sido aproximadamente compensada pela elevação observada nas empresas financeiras e famílias (+0,3% do PIB).

TABELA 02
COMPOSIÇÃO PORCENTUAL DO INVESTIMENTO POR FONTE
2010/2014 - % DO PIB

ITENS	2010	2014	2014-2010
Investimento (% do PIB)	21,80%	20,10%	-1,70%
Administração Pública	2,80%	2,60%	-0,20%
Empresas Financeiras e Famílias	5,40%	5,60%	0,30%
Empresas Não Financeiras	13,60%	11,80%	-1,80%

Fontes: Investimento: IBGE; composição: CEMEC

² A metodologia utilizada está descrita no Estudo Especial CEMEC (Novembro de 2014) - Carlos A. Rocca e Lauro Modesto dos Santos Jr – “Redução da taxa de poupança e o financiamento dos Investimentos”.
www.cemec.ibmec.org.br

3. 50% da queda dos investimentos da amostra ocorrem no grupo de empresas afetadas por políticas públicas; as empresas da indústria de transformação respondem por 34%; 84% da queda dos investimentos ocorrem nesses dois grupos de empresas.

A consolidação de balanços de uma amostra de empresas não financeiras³ constitui a base de dados usada para buscar a identificação dos fatores da queda dos investimentos dessas empresas, evidenciada nas estimativas das contas nacionais. O valor total de investimentos das empresas dessa amostra representa cerca de 63,2% do investimento das contas nacionais de 2010, porcentagem essa que cai para quase 40% (39,8%) em 2014.

A análise de variação dos investimentos das empresas da amostra entre 2010 e 2014 evidenciou claramente a existência de grupos de empresas cujo desempenho estava associado a fatores muito específicos, recomendando a estratificação da amostra, apresentada na **Tabela 03**.

TABELA 03

Estratos	No. Empresas
Eletrobras	1
Energia Afetada Polit Publica	18
Petrobras	1
Petróleo Afetada Polit Publica	8
Etanol Afetada Polit Publica	12
Afetados Políticas Públicas	40
Vale	1
Indústria de Transformação	281
Outras Não afetadas	439
Total Amostra	761

³ A amostra é constituída de todas as 320 empresas não financeiras de capital aberto cuja fonte é a Economatica, e 441 das maiores empresas não financeiras fechadas, cuja fonte é o cadastro das Maiores e Melhores empresas da Revista Exame, gentilmente cedido pelo Prof. Ariovaldo dos Santos da FIPECAFI.

Além da Petrobras e Eletrobras, foram identificadas outras 38 empresas afetadas por políticas públicas nas áreas de petróleo e energia elétrica, além das usinas de etanol. A Vale não foi incluída nos demais grupos de empresas levando em conta que nos últimos anos seus resultados foram afetados por fatores muito específicos, como é o caso da queda de preços internacionais do minério de ferro e eventos não recorrentes de natureza tributária, cujo peso poderia influir nos resultados do trabalho.

Na Tabela 04 são apresentadas as estimativas de variação dos investimentos feitos com base na consolidação de balanços dos grupos de empresas criados com a estratificação da amostra de empresas não financeiras⁴.

TABELA 04
VARIAÇÃO OS INVESTIMENTOS POR GRUPOS DE EMPRESAS DA
AMOSTRA
% DO PIB - 2010- 2014

Grupos	No. Empresas	FBCF 2010 % PIB	FBCF 2014 % PIB	Var Invest. 2014 - 2010	% no Total Var
Afetados Políticas Públicas	40	3,6%	1,7%	-1,9%	50,1%
Vale	1	0,7%	0,5%	-0,2%	5,9%
Não afetadas menos Vale	720	4,3%	2,6%	-1,7%	43,9%
Indústria de Transformação	281	2,4%	1,1%	-1,3%	33,7%
Outras	439	1,8%	1,5%	-0,4%	10,2%
Total	761	8,6%	4,7%	-3,8%	100,0%

Fonte: CEMEC – Consolidação de balanços de cias abertas e maiores empresas fechadas não financeiras.

⁴ Trata-se de um indicador análogo à formação bruta de capital fixo das contas nacionais do IBGE: é a variação anual do saldo dos itens relevantes do ativo das empresas: imobilizado, intangível, diferido e depreciação; o item “diferido” é de pequena expressão.

Deve-se registrar desde já que as estimativas feitas com base na amostra utilizada representam basicamente o desempenho de empresas grandes, para as quais são disponíveis os dados de balanços, fazendo com que alguns setores caracterizados por empresas de menor porte estejam sub-representados⁵. Dado que a estimativa de queda do investimento das empresas da amostra (-3,8%) é maior que a estimativa feita com base nas contas nacionais (-1,8%) tudo indica que as empresas e setores não representados apresentam desempenho melhor que o da amostra. Não obstante essa qualificação, os números da **Tabela 02** mostram:

- a. A redução de investimentos das empresas afetadas por políticas públicas como porcentagem do PIB (-1,9%) representa a metade da queda estimada para a totalidade das empresas da amostra (-3,8%);
- b. Na indústria de transformação a queda é de -1,3% do PIB e representa 33,7% da perda total; essa perda, adicionada ao grupo de empresas afetadas por políticas públicas, atinge o percentual de quase 84% (83,8%) do total da amostra.

4. Forte redução de recursos próprios (lucros retidos) e taxas de rentabilidade inferiores ao custo de capital são os principais fatores para explicar a queda dos investimentos no período de 2010 a 2014.

A **Tabela 05** apresenta a variação dos lucros retidos das empresas da amostra entre 2010 e 2014, medidos como porcentagem do PIB.

⁵ Embora a amostra tenha 761 das maiores empresas brasileiras, 576 pertencem aos ramos de indústria de transformação e de serviços não financeiros, enquanto que apenas 111 pertencem ao comércio, 7 à agropecuária, 8 à indústria extrativa e 59 à construção civil.

TABELA 05
VARIAÇÃO DOS LUCROS RETIDOS DAS EMPRESAS DA AMOSTRA
% do PIB – 2010- 2014

Grupos	No. Empresas	Lucros Retidos 2010	Lucros Retidos 2014	Var. Lucros Retidos 2014 - 2010	Var. % no Total
Afetados Políticas Públicas	40	1,38%	-0,96%	-2,33%	67,5%
Vale	1	0,65%	-0,18%	-0,82%	23,8%
Não afetadas menos Vale	720	1,01%	0,71%	-0,30%	8,7%
Indústria de Transformação	281	0,59%	0,24%	-0,34%	9,9%
Outras	439	0,43%	0,47%	0,04%	-1,2%
Total	761	3,04%	-0,42%	-3,45%	100,0%

Fonte: CEMEC – Consolidação de balanços de cias abertas e maiores empresas fechadas não financeiras.

Verifica-se acentuada queda dos lucros retidos de todos os grupos de empresas da amostra, entre 2010 e 2014. A maior intensidade é observada nas empresas afetadas por políticas públicas (-2,33% do PIB,) levando a um número negativo de lucros retidos em 2014 (-0,96% do PIB), ou seja, essas empresas distribuíram dividendos em valor maior que o lucro líquido gerado no ano de 2014. Nas empresas da indústria de transformação, os lucros retidos também apresentam queda acentuada (-0,34% do PIB), mas ainda apresentam valor positivo de 0,24% em 2014.

A queda de lucros retidos é fator muito importante da queda dos investimentos. A evidência brasileira e internacional mostra que a poupança das empresas constitui a principal fonte de financiamento dos investimentos.

Os números obtidos a partir da consolidação de balanços mostram que a queda de lucros retidos reflete a combinação de dois componentes. Um dos componentes é a forte queda dos lucros líquidos, como demonstrado na **Tabela 06**, que apresenta esses números calculados como porcentagem do PIB. Novamente a queda mais intensa ocorre nas

empresas afetadas por políticas públicas, em que o lucro líquido positivo de 2010 (+2,0% do PIB) é seguido de um prejuízo de -0,6% do PIB em 2014.

TABELA 06
VARIAÇÃO DOS LUCROS LÍQUIDOS DAS EMPRESAS DA AMOSTRA
% do PIB – 2010- 2014

Grupos	No. Empresa s	LL 2010 % PIB	LL2014 % PIB	Var LL 2014 - 2010	% no Total Var
Afetados Políticas Públicas	40	2,0%	-0,6%	-2,5%	64,3%
Vale	1	0,8%	0,0%	-0,8%	19,7%
Não afetadas menos Vale	720	2,6%	2,0%	-0,6%	16,0%
Indústria de Transformação	281	1,3%	0,8%	-0,5%	11,4%
Outras	439	1,3%	1,1%	-0,2%	4,6%
Total	761	5,4%	1,4%	-4,0%	100,0%

Fonte: CEMEC – Consolidação de balanços de cias abertas e maiores empresas fechadas não financeiras.

O segundo componente se refere a uma redução do valor dos dividendos distribuídos em proporção inferior à da queda de lucro líquido, refletindo um aumento do coeficiente de “payout”. A **Tabela 07** mostra a variação de dividendos entre 2010 e 2014 calculados como porcentagem do PIB.

TABELA 07
VARIAÇÃO DOS DIVIDENDOS DAS EMPRESAS DA AMOSTRA
% do PIB – 2010- 2014

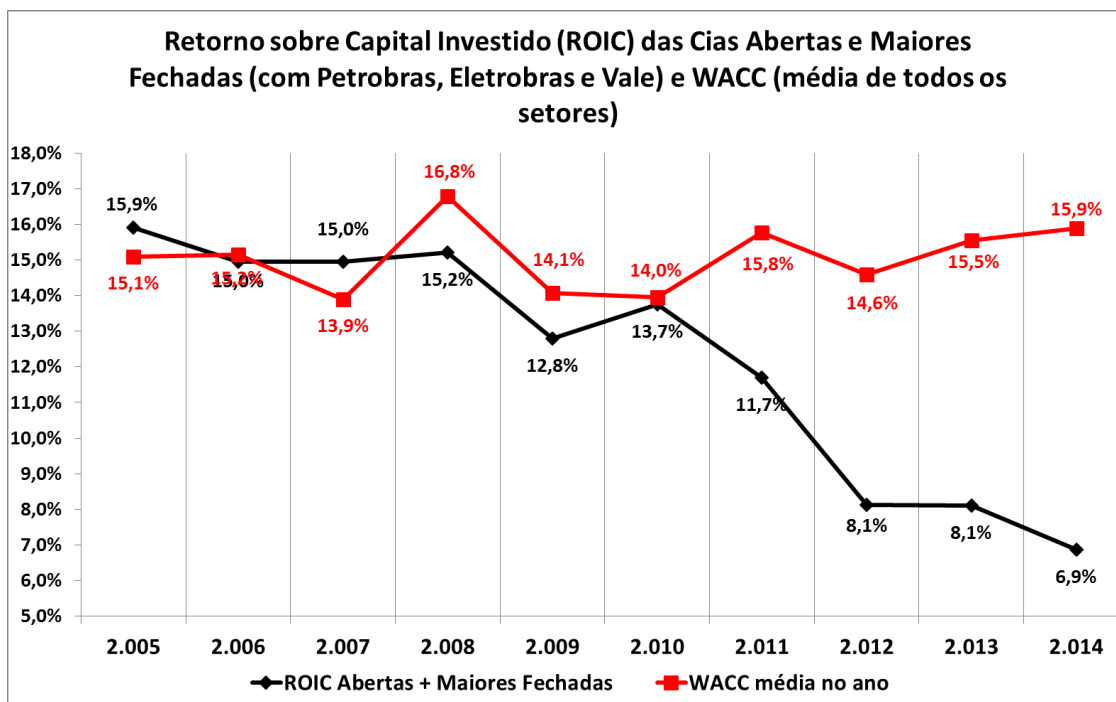
Grupos	No. Empresas	DIVID 2010	DIVID 2014	Var DIVID 2014 - 2010	% no Total Var
Afetados Políticas Públicas	40	0,61%	0,39%	-0,22%	42,6%
Vale	1	0,14%	0,18%	0,04%	-8,3%
Não afetadas menos Vale	720	1,58%	1,24%	-0,33%	65,7%
Indústria de Transformação	281	0,67%	0,57%	-0,11%	21,4%
Outras	439	0,90%	0,68%	-0,23%	44,3%
Total	761	2,32%	1,82%	-0,51%	100,0%

Fonte: CEMEC – Consolidação de balanços de cias abertas e maiores empresas fechadas não financeiras.

A redução dos lucros líquidos levou à geração de taxas de rentabilidade sobre o capital investido inferiores ao custo de capital das empresas. O **Gráfico 02** permite comparar a evolução das taxas de retorno sobre os capitais totais investidos (próprio e de terceiros) com o custo médio ponderado do capital⁶

⁶ A taxa de retorno sobre os capitais totais investidos (próprio e de terceiros) pode ser entendida como sendo a taxa de retorno que seria obtida na hipótese em que 100% do capital investido fosse capital próprio; daí a comparação relevante é com o custo médio ponderado do capital: o custo de capital próprio usa estimativas do CEMEC baseadas no preço das ações de empresas não financeiras negociadas na Bovespa (www.cemec.ibmec.org.br); , o custo de capital de terceiros e os pesos para calculo da média ponderada são extraídos dos balanços consolidados. das empresa da amostra. .

GRÁFICO 02
TAXAS NOMINAIS DE RETORNO DO CAPITAL TOTAL INVESTIDO
(PRÓPRIO E DE TERCEIROS)
VERSUS CUSTO MEDIO PONDERADO DO CAPITAL (% a.a.) 2005 – 2014



Fonte: CEMEC

Até 2010 as duas curvas estão relativamente próximas, indicando que o resultado dos investimentos estava muito próximo do necessário para pagar os juros da dívida e remunerar o capital próprio em níveis próximos aos de mercado. A partir de 2010, ocorre forte tendência negativa das taxas nominais de retorno, até atingir 6,9%a.a. em 2014, menos da metade da taxa obtida em 2010, contra um custo médio de capital estimado em 15,9%a.a.

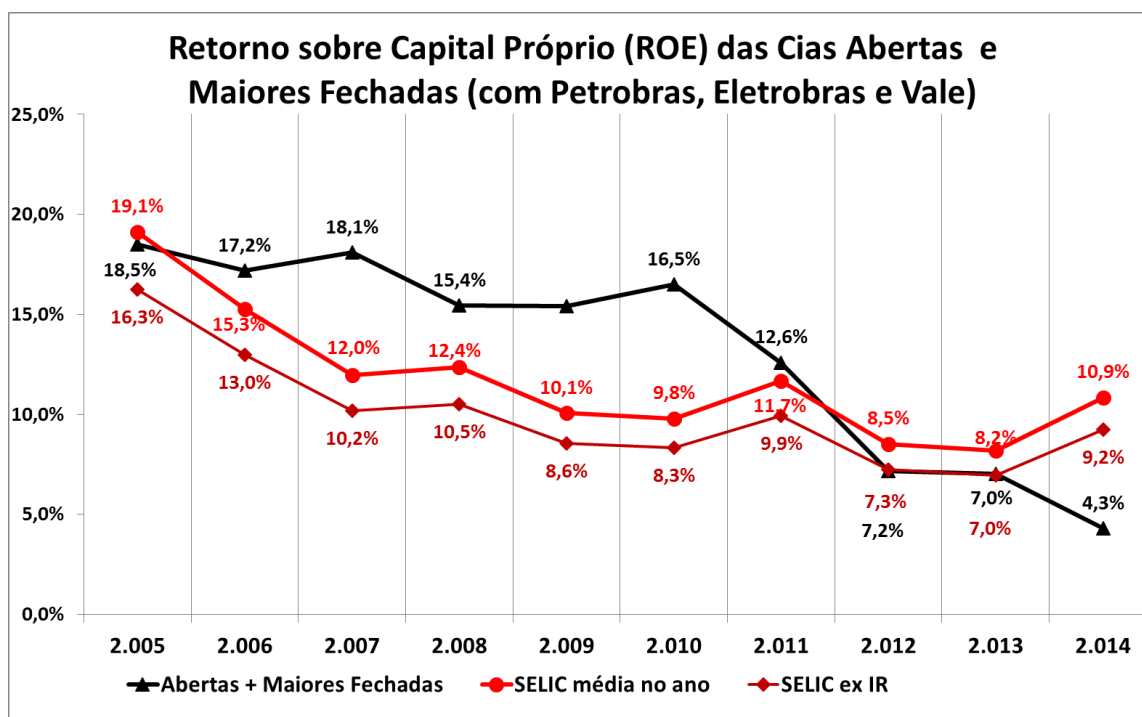
Por exemplo, mantidos os números de 2014, o investimento de R\$ 1.000,00 na empresa geraria ao final de um ano R\$ 69,00 de retorno, insuficientes para pagar a conta de R\$ 159,00 necessários para pagar os juros e remunerar o capital próprio a preços de mercado, desaconselhando, portanto, a realização de qualquer investimento nessas condições.

Por outro ângulo, é importante comparar a taxa de retorno que um sócio ou acionista da empresa não financeira ganharia investindo na sua empresa, com o retorno uma aplicação

financeira em títulos públicos, ou seja, o custo de oportunidade de seus recursos. O **Gráfico 03** permite fazer essa comparação.

GRÁFICO 03

TAXAS NOMINAIS DE RETORNO DO CAPITAL PRÓPRIO INVESTIDO VERSUS TAXA SELIC MÉDIA NO ANO (% a.a.) 2005 – 2014



Não é difícil concluir que até 2011 a taxa de retorno dos recursos destinados a investir na empresa superava a taxa Selic em aplicações tributadas⁷ ou isentas do imposto de renda. Entretanto, em 2012 e 2013 a remuneração oferecida ao investimento de risco feito na sua empresa é inferior ou semelhante (dependendo da tributação) ao que seria obtido numa aplicação financeira em títulos públicos, com risco de crédito praticamente nulo e elevada liquidez. Em 2014, a taxa média de retorno do capital próprio das empresas da amostra (nominal) se reduz a apenas 4,3% a.a., inferior à metade do que seria possível obter numa aplicação em títulos públicos, com ou sem tributação, além de ser inferior à taxa de inflação.

⁷ Para fins dessa comparação adotou-se uma alíquota do imposto de renda de 15%.

Essas condições constituem forte desestímulo à realização de investimentos, especialmente quando combinadas com expectativas negativas em relação ao crescimento da economia e da demanda (PIB), além da queda dos índices de confiança, como tem ocorrido nos últimos anos⁸.

5. Principal fator da redução de rentabilidade das empresas da amostra entre 2010 e 2014 é a redução de margens: as empresas não conseguem repassar para os preços de venda a totalidade do aumento de custos de produção.

Na **tabela 07** é apresentada a decomposição da taxa de retorno do ativo na margem líquida e no giro dos ativos, além de explicitar os componentes da margem. Os números são calculados com base nos balanços consolidados das empresas da amostra de 2010 e 2014, ROL é a receita operacional líquida de impostos indiretos.

⁸ A Nota CEMEC 07/2015, de setembro de 2015, apresenta os resultados da estimação de um modelo simples para identificar alguns dos fatores mais importantes na decisão de investir de empresas não financeiras. O modelo que apresenta o melhor desempenho, com coeficiente de explicação da ordem de 72%, combina um indicador de rentabilidade do investimento em comparação com o custo médio do capital com a expectativa de crescimento do PIB nos três anos seguintes ao ano de referência. A substituição dessa expectativa de crescimento do PIB pelo Índice de Confiança do Empresário Industrial calculado pela CNI reduz o citado coeficiente de explicação para cerca de 62%. De qualquer modo se verifica que correlação entre o índice de confiança e a expectativa de crescimento do PIB é 0,88, o mostrando que esses indicadores contêm informação muito semelhantes, impedindo, portanto, a utilização de ambas as variáveis no mesmo modelo.

TABELA 07
RETORNO DO ATIVO (%A.A.) E SEUS COMPONENTES
MARGEM LÍQUIDA⁹ E GIRO DO ATIVO
TODAS EMPRESAS DA AMOSTRA - 2010-2014

VARIÁVEL	2010	2014	2014 - 2010
MARGEM/ROL	14,80%	8,20%	-6,60%
LUCRO BRUTO/ROL	30,10%	25,86%	-4,24%
DESP. OPERACIONAL	13,90%	14,60%	0,70%
Outras despesas/ROL	1,40%	3,03%	1,63%
GIRO (ROL/ATIVO)	0,656	0,592	-0,064
ROA - Retorno sobre Ativos (margem x giro)	9,70%	4,88%	-4,82%

Na tabela 07 verifica-se que a taxa de retorno do ativo das empresas da amostra se reduz à metade entre 2010 e 2014, (de 9,7% a.a. para apenas 4,9% a.a.). A queda de 45% da margem/ROL (de 14,8% para 8,2%) responde pela maior parcela dessa redução, de vez que o giro caiu apenas 9,7% (de 0,656 para 0,592).

A redução do percentual de lucro bruto sobre a receita operacional líquida, de 30,1% para 25,9% (-4,2%) representa 88% da queda da margem e revela que os custos diretos de produção subiram mais que os preços de venda. A interpretação é a de que as empresas da amostra não conseguiram repassar para os preços de venda a totalidade dos aumentos de custos.

⁹ A margem líquida sobre receita operacional líquida corresponde ao lucro operacional da empresa, descontado o imposto de renda e antes das despesas financeiras.

6. Empresas afetadas por políticas públicas tiveram o maior impacto: queda de margens e de lucro, redução de investimentos e aumento de endividamento

A **Tabela 08** permite verificar o que ocorreu com a margem e o lucro bruto das empresas da amostra entre 2010 e 2014, separando-se o conjunto das empresas afetadas por políticas públicas e as demais.

TABELA 08
VARIAÇÃO DE MARGEM E LUCRO BRUTO DE GRUPOS DE EMPRESAS
DA AMOSTRA
2010- 2014

Variáveis	Amostra exclusiva empresas afetadas por políticas públicas e Vale			Afetadas por políticas públicas		
	2010	2014	2014 - 2010	2010	2014	2014 - 2010
MARGEM/ROL	12,6%	9,8%	-2,8%	17,8%	-6,2%	-24,0%
LUCRO BRUTO/ROL	26,5%	25,8%	-0,7%	38,5%	24,7%	-13,8%
DESP. OPERACIONAL	13,0%	14,0%	1,0%	18,9%	19,2%	0,4%
Outras receit. despesas /ROL	1,0%	2,0%	1,1%	1,8%	11,6%	9,8%
GIRO (ROL/ATIVO)	0,76	0,75	-0,02	0,44	0,26	-0,18
ROA - Retorno sobre Ativos (margem x giro)	9,6%	7,3%	-2,3%	7,8%	-1,6%	-9,4%

As principais observações são as seguintes¹⁰:

- a) Os dois grupos de empresas apresentam redução de margens e de lucro bruto em relação à receita operacional líquida entre 2010 e 2014;

¹⁰ Nas empresas afetadas por políticas públicas verifica-se a ocorrência de um grande salto no item “outras receitas e despesas/ROL” de 1,80% em 2010 para 13,00% em 2014, refletindo principalmente grandes ajustes feitos no balanço da Petrobrás.

b) A intensidade da queda desses indicadores é muito mais intensa no grupo de empresas afetadas por políticas públicas:

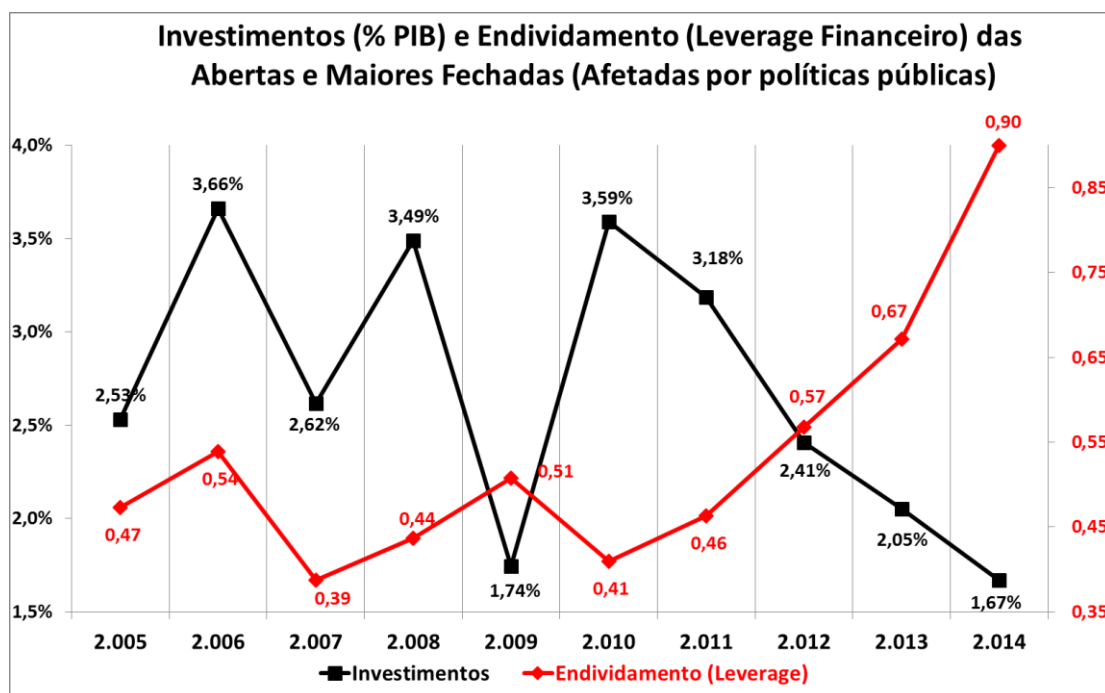
- **Margem:** enquanto nesse grupo a margem cai de um percentual positivo de +17,84% para um valor negativo de -6,25%, nas demais empresas da amostra a redução é moderada, de +12,60% para +9,80%, mantendo, portanto, margens positivas;
- **Lucro bruto:** no grupo de empresas afetadas por políticas públicas o percentual de lucro bruto tem forte redução, de (- 12,80%) de 38,50% para 25,70%, enquanto nas demais empresas a redução é de cerca de 1 ponto percentual, de 26,5% para 25,40% da ROL.

c) O grupo de empresas afetadas diretamente por políticas públicas teve um grande impacto negativo em seus resultados que se refletiu na queda dos investimentos de -1,9% do PIB, queda essa cujo valor atinge quase 50% da redução dos investimentos das empresas da amostra (v. Tabela 04):

- Petrobras, usinas de etanol e outras empresas do setor sofreram os efeitos do controle de preços de derivados de petróleo;
- Eletrobras e outras empresas do setor de energia elétrica tiveram também forte queda de rentabilidade como consequência da redução de tarifas associadas a mudanças de vigência de contratos de concessão determinadas pelo governo.

É importante notar que no período 2010/2014 e apesar da redução de seus investimentos, esse grupo de empresas elevou de modo considerável seu endividamento, como resultado da deterioração de seus resultados operacionais e da generosa política de distribuição de dividendos (Tabela. 05). **No Gráfico 04** pode-se observar a evolução dos investimentos, como porcentagem do PIB e de um indicador de endividamento na forma do “*leverage financeiro*”, calculado pelo quociente entre dívida financeira e patrimônio líquido do grupo de empresas afetadas por políticas públicas.

GRÁFICO 04
EMPRESAS AFETADAS POLÍTICAS PÚBLICAS
INVESTIMENTOS (% PIB) E ENDIVIDAMENTO (LEVERAGE
FINANCEIRO)
2005-2014



7. Concorrência de produtos importados reforçada pela valorização cambial impede que empresas da indústria de transformação repassem a totalidade do aumento de custos para os preços de venda e impõe redução de margens

Entre as demais empresas, é relevante examinar em mais detalhe o que ocorreu com as empresas da amostra que pertencem à indústria de transformação, responsáveis por 1/3 da queda dos investimentos das empresas da amostra. Na **Tabela 09** são apresentados os indicadores calculados a partir da consolidação de seus balanços nos anos de 2010 e 2014.

TABELA 09
VARIAÇÃO DE MARGEM E LUCRO BRUTO DE EMPRESAS DA AMOSTRA
PERTENCENTES À INDÚSTRIA DE TRANSFORMAÇÃO (sem Petrobrás)
2010- 2014

VARIÁVEL	2010	2014	2014 - 2010
MARGEM/ROL	11,2%	10,1%	-1,1%
LUCRO BRUTO/ROL	23,3%	21,4%	-1,9%
DESP. OPERACIONAL	11,3%	11,8%	0,5%
Outras receitas e despesas/ROL	0,9%	-0,4%	-1,3%
GIRO (ROL/ATIVO)	0,82	0,82	0,00
ROA - Retorno sobre Ativos (margem x giro)	9,2%	8,3%	-0,9%

Verifica-se que a redução do lucro bruto é o principal componente da redução da margem, indicando que pelo menos uma parcela do crescimento dos custos diretos de produção não foi repassada aos preços de venda.

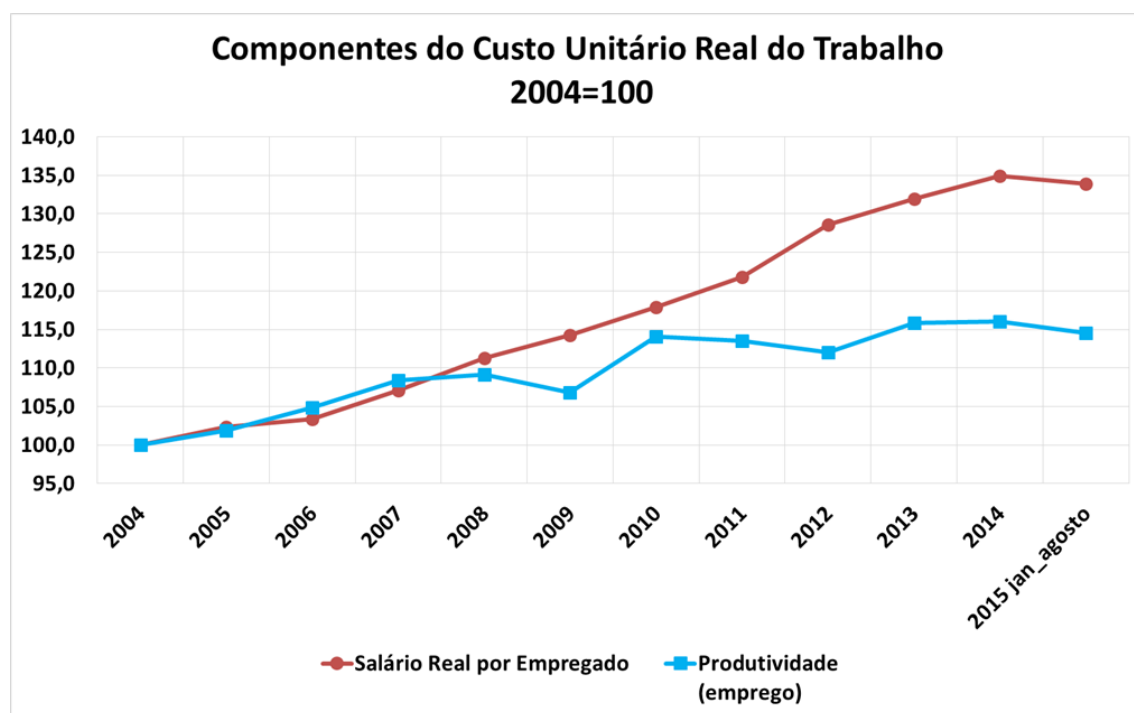
As empresas da indústria de transformação tiveram dificuldade para repassar integralmente os aumentos de custo de produção aos preços de venda em função da concorrência de produtos importados, tornados especialmente competitivos pela valorização do real. Do lado dos custos, certamente vários componentes de custos domésticos são relevantes e demandam melhor quantificação, como é o caso dos custos de energia elétrica, carga tributária e deficiências de infraestrutura, além dos custos de capital.

Entretanto, vários trabalhos têm chamado a atenção¹¹ para o fato de que os salários reais cresceram substancialmente no período, sustentados especialmente pela redução das taxas de desemprego e pelos setores de produtos não comercializáveis, ao mesmo tempo em que a produtividade da indústria de transformação permaneceu estagnada a partir de 2010.

¹¹ Veja-se por exemplo (2014) CNI - Custo do trabalho e produtividade; comparações internacionais e recomendações – Mapa Estratégico da Indústria n. 6; (2012) Regis Bonelli – Custos Unitários de Trabalho no Brasil: Os Anos 2000 FGV IBRE – novembro de 2012; (2014) Pedro Henrique da Silva Mello e Fernando de Holanda Barbosa Filho – Nota sobre o Custo Unitário do Trabalho no Brasil – IPEA 56, fevereiro de 2014.

O **Gráfico 05** mostra que os salários reais médios pagos na indústria de transformação cresceram durante todo o período. Até 2010 a produtividade por homem ocupado acompanhou de perto esse aumento de salários reais. Entretanto, a partir de 2010 cresce a defasagem entre as duas curvas, face à estagnação da produtividade.

GRÁFICO 05

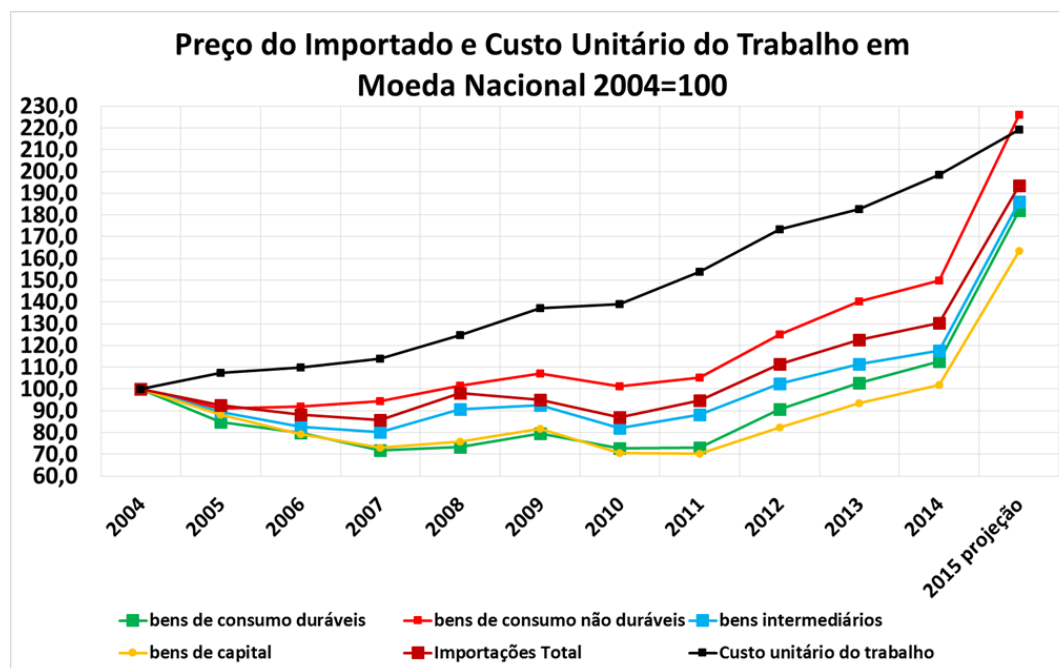


A consequência dessa defasagem é a elevação do custo unitário real do trabalho¹². O repasse desses custos para os preços de venda se defrontou com os limites impostos pelo preço em reais dos produtos industriais importados, que se tornaram especialmente competitivos no período em função da valorização da taxa de câmbio. O **Gráfico 06** compara diretamente a evolução do índice do custo unitário do trabalho em termos nominais com os índices de preços de produtos importados em reais no período de 2004 a 2015, obtidos pela multiplicação dos índices de preços em dólares pela taxa de câmbio. Além do indicador calculado para os preços das importações totais de produtos

¹² Custo unitário do trabalho é o resultado da divisão do salário real médio pela produtividade por homem ocupado.

industriais, são apresentados também os índices de quatro grupos de produtos utilizados pela FUNCEX.

GRÁFICO 06



Fonte dos dados básicos: FUNCEX, BACEN. Elaboração CEMEC

Fica evidenciado que a divergência entre esses dois índices é um importante fator para explicar a forte queda de margens e de rentabilidade do setor industrial no período. Os índices de preços em reais dos produtos importados estabelecem os limites máximos de reajuste dos preços dos produtos nacionais concorrentes. Como esses preços cresceram muito menos que o custo unitário do trabalho até 2014, era impossível repassa-los para os preços de venda, do que resultou a queda de margens.

Verifica-se os índices calculados para o período de janeiro a agosto de 2015, com a hipótese de taxa de cambio a R\$ 3,90 por dólar, mostra uma importante redução da defasagem entre preços e custos para o total de importações. No caso de bens de consumo não duráveis, a defasagem entre preços e custos teria sido eliminada, o que ainda não ocorre para os demais grupos de produtos industriais.

8. Perspectivas: recuperação do investimento privado é a alternativa para sair da recessão

- a) A correção dos preços administrados e do câmbio que está ocorrendo em 2015 cria algumas condições para a recuperação de margens e rentabilidade que contribuíram para comprometer a poupança das empresas não financeiras e reduzir seus investimentos no período anterior, embora essa recuperação seja limitada no curto prazo pela recessão; resultado preliminares da consolidação de balanços das companhias abertas não financeiras até o período de quatro trimestres terminado em junho de 2015 não indica qualquer mudança em relação aos resultados obtidos até 2014;
- b) O efeito da desvalorização cambial já se faz sentir na geração do superávit da balança comercial por enquanto influenciado por uma queda de importações mais intensa que a queda das exportações; embora o ambiente internacional para as exportações brasileiras não seja favorável, é provável que após algum tempo o efeito combinado de algum aumento das exportações e da substituição de importações tenha impacto positivo sobre o PIB¹³
- c) Não é realista esperar alguma retomada de crescimento com aumento de investimentos públicos, ao mesmo tempo em que o nível de endividamento das famílias e a queda do nível de confiança não justifica a expectativa de um crescimento autônomo de demanda via crédito ao consumo.
- d) Desde que o equacionamento da crise política permita recuperar a condição de se executar política consistente de ajuste fiscal e retomada da confiança, tudo indica que o investimento privado em infraestrutura pode ser importante fator de recuperação do crescimento. Investimentos privados em infraestrutura não enfrentam problemas de insuficiência de demanda e poderiam atrair inclusive empresas e investidores estrangeiros, desde que sejam criadas as condições para viabilizar o modelo de “project finance:

¹³ Estimativas apresentadas no Boletim Macro IBRE de outubro de 2015 sugerem que pelo menos no curto prazo o impacto favorável da desvalorização cambial sobre exportações pode ser mais que compensado pelo impacto do aumento da dívida sobre os resultados das empresas não financeiras; entretanto, depois da absorção desse impacto, prevalece mais o efeito positivo da desvalorização cambial sobre as exportações e provavelmente sobre a substituição de importações.

- Reduzir riscos de construção com projetos de boa qualidade viabilizando o uso de seguro garantia;
- Adotar mecanismos e instituições para mitigar riscos jurídicos, políticos e regulatórios com a consolidação de marcos regulatórios funcionais e agências reguladoras independentes e de alto nível técnico.